

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_

学号: 27820131150139

UDC \_\_\_\_

厦门大学

硕士学位论文

非执行董事、产权性质与投资效率

Non-executive Directors, Ownership and  
Investment Efficiency

李慧

指导教师姓名: 胡金帅 副教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2016 年 4 月

论文答辩时间: 2016 年 5 月

学位授予日期: 2016 年 6 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_

2016 年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ）1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年    月    日解密，解密后适用上述授权。

（        ）2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日

## 摘要

随着我国经济的蓬勃发展，投资活动正变得愈加重要和频繁，它对公司的现金流水平、盈利能力甚至发展前景有着近乎决定性的作用，而要真正起到为公司创造价值的目的，投资效率至关重要。针对投资效率，目前已有各种不同角度的研究，独立董事治理就是其中一种，然而目前尚无一致的研究结论。考虑到公司的非执行董事多由大股东或其他有重要影响的股东委派，对公司往往有更强的治理动机，因此本文将以非执行董事为切入点，研究其对公司投资效率的治理影响。

本文以我国 A 股上市公司 2006-2013 年的年度数据作为研究样本，实证检验了上市公司中非执行董事对投资效率的影响。实证分析表明：（1）在非国有背景上市公司中，非执行董事对投资效率具有显著的改善作用，即不仅能有效缓解投资不足的问题，对过度投资亦有明显的抑制作用；（2）在国有背景上市公司中，非执行董事对投资效率的治理作用并不显著。进一步的检验表明无论在何种产权性质下独立董事对投资效率均无显著治理作用。

本文的创新之处主要是以下两点：第一，以我国上市公司中的非执行董事为切入点，拓展了公司治理对投资效率影响的相关研究；第二，通过明确非执行董事的定位丰富了董事会独立性的内涵，不同于以往研究中常以独立董事的比例作为董事会独立性的代理变量。

**关键词：**非执行董事；投资效率；产权性质

## Abstract

With the vigorous development of China's economy, investment becomes more vital and more frequent, and as an important component of corporate decision-making, it has great influence on the cash flow, profitability and prospect of the company. However, to actually create value for the company, investment efficiency must be considered. A variety of studies have been done on investment efficiency, from different perspectives involving independent directors governance but with no consistent conclusions. Considering that non-executive directors have stronger governance motivation than independent directors since most of them are assigned by major shareholders, this study will explore corporate's investment efficiency in the perspective of non-executive directors.

Using a sample of A-share listed firms for the period 2006-2013, this paper has empirically tested the influence of non-executive directors on investment efficiency. The findings are as follows: (1) In non-state-owned enterprises, non-executive directors can improve the investment efficiency significantly, namely, they can not only alleviate underinvestment but also inhibit overinvestment; (2) In state-owned enterprises, non-executive directors make no differences in improving the investment efficiency, and further empirical tests show that independent directors play little governance role in improving the investment efficiency whatever the ownership is.

The innovations of this paper can be summarized as the following two points: firstly, this paper expands the influence of corporate governance on enterprises' investment efficiency in China in the perspective of non-executive directors; secondly, this paper enriches the essence of board independence by clarifying the role of non-executive directors, no longer taking the proportion of independent directors as proxies for board independence as in previous studies.

**Key words:** Non-executive Directors; Investment Efficiency; Ownership

## 目录

<b>第 1 章 引言 .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 研究背景与研究意义 .....</b>	<b>1</b>
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	3
<b>1.2 研究问题 .....</b>	<b>3</b>
<b>1.3 研究方法与论文结构 .....</b>	<b>3</b>
1.3.1 研究方法.....	3
1.3.2 论文结构.....	4
<b>1.4 研究贡献 .....</b>	<b>5</b>
<b>第 2 章 文献综述 .....</b>	<b>6</b>
<b>2.1 投资效率文献综述 .....</b>	<b>6</b>
2.1.1 投资效率的界定.....	6
2.1.2 非效率投资支出的测度.....	7
2.1.3 投资效率的主要影响因素.....	8
<b>2.2 公司董事与投资效率的文献综述 .....</b>	<b>9</b>
2.2.1 各类董事的界定与产生动因.....	9
2.2.2 各类董事的治理影响.....	11
2.2.3 各类董事对投资效率的影响.....	13
2.2.4 文献评述.....	14
<b>第 3 章 理论分析与研究假设 .....</b>	<b>15</b>
<b>3.1 理论分析 .....</b>	<b>15</b>
3.1.1 投资相关理论分析.....	15
3.1.2 董事会治理相关理论.....	17
<b>3.2 研究假设 .....</b>	<b>18</b>
<b>第 4 章 研究设计 .....</b>	<b>20</b>
<b>4.1 样本选择与数据来源 .....</b>	<b>21</b>
<b>4.2 模型设计与变量定义 .....</b>	<b>21</b>
4.2.1 非效率投资支出的测度.....	21
4.2.2 针对假设的模型设计.....	23
<b>第 5 章 实证结果与分析 .....</b>	<b>25</b>
<b>5.1 预期合理投资支出的实证分析 .....</b>	<b>25</b>
5.1.1 描述性统计与相关性分析.....	25
5.1.2 回归分析.....	26
5.1.3 投资不足与投资过度.....	27
<b>5.2 非执行董事与投资效率的实证分析 .....</b>	<b>28</b>

5.2.1 描述性统计与相关性分析.....	28
5.2.2 回归分析.....	33
5.2.3 稳健性检验.....	41
<b>第 6 章 研究结论与政策建议 .....</b>	<b>43</b>
6.1 研究结论 .....	43
6.2 政策建议 .....	44
6.3 研究局限性 .....	45
6.3.1 研究维度的局限性.....	45
6.3.2 研究数据的局限性.....	46
6.4 未来展望 .....	46
<b>参考文献: .....</b>	<b>47</b>
<b>致谢.....</b>	<b>53</b>

## Contents

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>Section1 Research Background and Significance .....</b>	<b>1</b>
1 Research Background .....	1
2 Research Significance .....	3
<b>Section2 Research Theme.....</b>	<b>3</b>
<b>Section3 Research Method and Structure .....</b>	<b>3</b>
1 Research Method .....	3
2 Research Structure .....	4
<b>Section4 Contribution.....</b>	<b>5</b>
<b>Chapter 2 Literature Review .....</b>	<b>6</b>
<b>Section1 Literature Review of Investment Efficiency .....</b>	<b>6</b>
1 Definition of Investment Efficiency .....	6
2 Measurement of Inefficient Investment Expenditure .....	7
3 Factors influencing Investment Efficiency .....	8
<b>Section2 Literature Review of Outside Directors and Investment Efficiency ....</b>	<b>9</b>
1 Definition and Motivation of Directors .....	9
2 Governance Role of Directors .....	11
3 Directors and Investment Efficiency .....	13
4 Literature Summary .....	14
<b>Chapter 3 Theory Analysis and Hypotheses .....</b>	<b>15</b>
<b>Section1 Theory Analysis .....</b>	<b>15</b>
1 Theory of Investment.....	15
2 Theory of Board Governance.....	17
<b>Section2 Hypotheses.....</b>	<b>18</b>
<b>Chapter 4 Research Design .....</b>	<b>20</b>
<b>Section1 Sample Selection and Data Source.....</b>	<b>21</b>
<b>Section2 Models and Main Variables .....</b>	<b>21</b>
1 Richardson Model.....	21
2 Model for Hypotheses.....	23
<b>Chapter 5 Empirical Results and Analysis.....</b>	<b>25</b>
<b>Section1 Expected Investment .....</b>	<b>25</b>
1 Descriptive Statistics and Correlation Analysis .....	25
2 Regression Analysis .....	26
3 Underinvestment and Overinvestment.....	27
<b>Section2 Non-executive Directors and Investment Efficiency .....</b>	<b>28</b>



1	Descriptive statistics and Correlation Analysis.....	28
2	Regression Analysis .....	33
3	Robustness Testing.....	41
<b>Chapter 6 Conclusion and Policy Recommendations .....</b>		<b>43</b>
<b>Section1</b>	<b>Conclusion .....</b>	<b>43</b>
<b>Section2</b>	<b>Policy Recommendations .....</b>	<b>44</b>
<b>Section3</b>	<b>Limitations .....</b>	<b>45</b>
1	Limitation of Research Dimension .....	45
2	Limitation of Data.....	46
<b>Section4</b>	<b>Prospect .....</b>	<b>46</b>
<b>References:.....</b>		<b>47</b>
<b>Acknowledgments .....</b>		<b>53</b>

## 第1章 引言

### 1.1 研究背景与研究意义

#### 1.1.1 研究背景

随着我国经济的蓬勃发展，上市公司的投资活动变得愈加必要和频繁，它对公司的现金流水平、盈利能力甚至发展前景有着近乎决定性的作用，而投资活动要真正起到为公司创造价值的目的，投资效率至关重要。然而，从李青原（2009）<sup>[1]</sup>的研究中可以看出，我国上市公司普遍受到投资过度或投资不足这两种非效率投资情况的困扰。投资过度的来源主要是上市公司股东与管理层之间的代理问题和信息不对称问题，管理层可能为谋取私利滥用公司自由现金流投资于一些净现值为负的项目；投资不足则多源于公司受到的融资约束，因为外部投资者与公司管理层之间的信息不对称，在公司需要融资时，外部投资者往往要求较高的风险溢价，导致外部融资成本过高，净现值为正的项目被放弃。

而董事会作为公司中连接股东和管理层的纽带，在公司治理体系中有着举足轻重的地位，通常被认为有利于缓解公司面临的代理问题与信息不对称等问题。Jenson 和 Michael（1993）<sup>[2]</sup>就提出一个运营良好的董事会能有效监督公司的管理层以及提供决策相关的资源，实现代理成本的降低。而一个董事会的持续有效运营，往往取决于它的构成情况。

在英美等国，Yermack（2004）<sup>[3]</sup>按照董事是否来源于企业将其分为执行董事与非执行董事，非执行董事则又被分为独立董事与灰色董事两类。Vicknair、Hickman 和 Carnes(1993) <sup>[4]</sup>定义灰色董事为从公司拿取的报酬多于其董事薪酬的那些董事，他们通常是与执行董事有社会关系的人士、与公司有商业交易的合作伙伴、与公司有密切金融关系的投资银行家或为公司提供法律等咨询服务的专业人士。但由于他们与公司之间千丝万缕的联系，难以公正地对管理层进行监督，故在英美等国，董事会对管理层的监督职能主要由独立董事来行使。

在我国，根据陆正飞和胡诗阳（2015）<sup>[5]</sup>的研究，上市公司董事被分为执行董事、独立董事和非执行董事三类，此处的非执行董事是指除独立董事以外的，不在公司担任任何具体职务，也不负责公司日常经营管理的董事。本文所有关于

我国非执行董事的阐述均参照此定义。因为我国上市公司股权结构较英美等国而言相对集中，上市公司中普遍存在着控股股东及其他能对上市公司施加重要影响的股东，这些股东往往会在董事会中派驻代表自身利益的非执行董事，他们较独立董事而言更不容易受管理层掣肘，且更有动机对管理层进行监督。我国监管部门对独立董事在上市公司董事会中所占比例有严格的要求，对非执行董事却鲜有规定，尽管如此，非执行董事在我国上市公司董事会中平均占比却达到了三分之一以上，相较独立董事，其人数多寡或许更能反映上市公司自身的治理需求。

去年底在我国上演的上市公司万科和深圳宝能投资集团股权之争的硝烟至今未散去。细究万科在这场纷争前的董事会构成，在其披露的 2014 年年报中，董事会共有 11 名成员，分别是执行董事 3 人，独立董事 4 人，非执行董事 4 人，在非执行董事中有 3 人都来自万科当时的第一大股东华润股份有限公司，可以想见如果宝能集团最终实现对万科的收购，也一定会在董事会中派驻相当数目代表自身利益的人员作为非执行董事。2010 年发生的“国美之争”则是一个更加生动的例子。在其披露的 2009 年年报中可以看到，当时以董事局主席陈晓为代表的管理层占据了 5 个执行董事席位，另有非执行董事 3 人，独立董事 3 人。但局面在大股东黄光裕重得国美电器控制权后发生逆转，在国美电器 2010 年年报中，新增了 2 位由大股东黄光裕提名的非执行董事，非执行董事人数上升为 5 人，另有执行董事 4 人，独立董事 3 人，而在国美电器接下来的 2011 年和 2012 年年报中，执行董事进一步降为 2 人，非执行董事则为 4 人。由此可见，在上市公司中，非执行董事与执行董事人数的增减往往是大股东或其他有重要影响的股东与管理层博弈后的结果，更真切地反映着公司的治理情况。

由上述事例可以看出，非执行董事的人数和比例会随着公司情况的变化不断调整，但公司独立董事的席位和比例，经辛清泉、黄曼丽和易浩然（2013）<sup>[6]</sup>统计发现，一直处于较为稳定的状态，平均大约占董事会规模的三分之一，各公司间的差异也非常小，因此提出我国上市公司聘请独立董事更多是为满足监管要求而非自身治理需要的质疑。叶康涛等（2011）<sup>[7]</sup>统计分析了上市公司独立董事对董事会议案进行投票的情况，发现独立董事在绝大部分情况下都不会对管理层的行为提出质疑。即使是在公司治理相对规范并最早引进独立董事制度的美国，也存在对独立董事独立性的质疑，Hwang 和 Kim（2009）<sup>[8]</sup>研究发现，很多时候公

司聘任的独立董事名义上看似独立于管理层，在实质上却与管理层有着千丝万缕的社会关系，也因此常常受制于管理层，从而影响到董事会的独立性。

国内目前已有部分学者就上市公司独立董事对投资效率的治理影响展开研究，但尚未达成一致结论。据前文分析，非执行董事较独立董事而言似乎有更多的治理优势，或许会是研究公司投资效率一个不错的切入点。

### 1.1.2 研究意义

投资活动对公司未来的发展具有举足轻重的地位，近年来针对公司投资效率的研究也愈加丰富，国内目前已有部分学者从独立董事治理角度对投资效率展开研究，但尚无一致的结论，目前探讨公司非执行董事对投资效率治理影响的研究只有一例，且仅研究了其对过度投资的抑制作用，并未讨论其对投资不足问题的影响，且未区分公司产权性质进行讨论，可见本文具有一定的研究意义。另外，非执行董事在我国监管部门没有强制要求的情况下，在上市公司董事会中平均占比达到三分之一以上，甚至超过了独立董事的比例，并且他们多由公司的大股东或有重要影响的股东指派，治理动机更强且更独立于公司管理层不容易受其掣肘，可见从非执行董事角度对公司投资效率进行研究还具有一定的现实意义。

## 1.2 研究问题

基于以上研究背景，本文在研究公司投资效率时，将以非执行董事为切入点，考察非执行董事对上市公司投资效率的影响，考虑到非国有背景与国有背景公司之间的差异，本文将进一步对非执行董事在不同产权性质下的治理影响进行探讨，此外，本文还将检验独立董事对公司投资效率的影响，并解释其与非执行董事治理影响差别的原因。

## 1.3 研究方法 with 论文结构

### 1.3.1 研究方法

本文采用理论研究和实证研究相结合的研究方法对不同产权性质下非执行董事对公司投资效率的影响进行研究。本文首先参考国内外相关文献，通过理论

分析推演出研究假设，即本文的第二章与第三章，然后参考前人研究进行研究设计，待模型构建和变量定义完成，再以我国 A 股上市公司 2006-2013 年的年度数据作为初始样本，采用描述性统计、相关系数分析及回归分析等方法对前述假设进行实证检验、分析。本文的数据整理、统计检验和回归分析均由 STATA12 完成。

### 1.3.2 论文结构

本文共分六章进行阐述，各章的内容梗概如下：

第一章，引言。本章主要阐述了论文的研究背景和意义、研究的主要问题、研究的方法和结构以及研究贡献。

第二章，文献综述。本章先后从投资效率、公司董事及公司董事对投资效率的治理影响等方面梳理了国内外目前的研究成果。在投资效率部分，首先对投资效率进行了定义，然后总结了计量非效率投资支出的几种主流模型，并分析了影响公司投资效率的几个主要因素。接着，本文对公司各类董事进行了界定、回溯了其产生的动因及其治理影响，然后梳理总结了各类董事对公司投资效率治理影响的相关文献。最后，对与本研究相关的文献进行了评述。

第三章，理论分析与研究假设。本章分析了公司投资和董事会治理的相关理论，并在此理论基础上推演出本文要验证的假设。

第四章，研究设计。本章首先阐述了研究所需的样本并介绍了样本的数据来源、数据的处理方法，然后选择适用的模型并对模型中的变量逐一进行解释、明确其度量方法。

第五章，实证结果与分析。本章首先对模型中的各变量进行描述性统计分析，并分组进行了 Pearson 相关性检验，然后对各组分别进行多元线性回归分析以验证上文提出的逻辑假设，最后进行稳健性检验，以确保结论的可靠性。

第六章，研究结论与政策建议。本章对全文的研究结果进行总结分析，并针对我国董事会治理现状提出政策建议，最后讨论了本研究的局限性和未来可能的研究方向。

## 1.4 研究贡献

与已有的研究文献相比，本文的贡献主要体现在以下三个方面：

第一，研究角度新颖。本文在已有的针对独立董事对公司投资效率治理作用的研究未得出一致结果的情况下，以较独立董事而言有更强治理动机的非执行董事为切入点，成功证明了非执行董事对公司投资效率的治理作用，其不仅对过度投资有抑制作用，还能有效缓解公司的投资不足问题；

第二，丰富了董事会独立性的内涵。在以往的研究中，多是以董事会中独立董事的比例作为公司董事会独立性的代理变量，实际上，非执行董事因为多由公司大股东或有重要影响的股东派驻反而更独立于公司的管理层，对管理层进行监督的动机更强；

第三，提供了不同产权性质下截然不同的实证证据。考虑到较非国有背景公司而言，国有背景公司中非执行董事对管理层进行监督的动机、能力与效率均较弱，难以有效发挥应有的治理作用，故在对总体进行研究后再依公司产权性质分组进行检验，实证结果正好证明了这一推断，这样处理对不同产权性质上市公司董事会治理机制未来的完善也更具针对性和参考作用。

## 第2章 文献综述

本章分别从投资效率、公司董事及公司董事对投资效率的治理影响等方面回顾梳理了迄今为止国内外相关的研究成果,并在最后对与本研究最相关的文献进行了评述。

### 2.1 投资效率文献综述

我国上市公司普遍存在非效率投资的现象,投资效率也一直是学者们关注的焦点。本节将回顾和梳理投资效率这一领域的研究成果,主要包括投资效率的界定、非效率投资支出的测度与投资效率的主要影响因素。

#### 2.1.1 投资效率的界定

投资本身的概念常常隐含在对资本的阐述中,马克思曾提出,投资即货币转化为生产资本。在经济学中,投资被分为金融投资和实物投资。本文所研究的投资主要是指后者,如企业购置厂房机器、投入研发资金以及战略性的并购行为等,具体表现为购建固定资产、无形资产与其他长期资产而发生的投资支出。

经济学中的效率简言之就是利用资源的有效程度,王成秋(2006)<sup>[9]</sup>定义投资效率为公司在进行投资活动时取得的成果与所消耗的投入额之间的比率。现阶段对投资效率的研究都是以最佳资本存量为准的,即公司的资本存在这样一个存量水平,在此水平上,每单位资本创造的边际收益与其所消耗的边际成本相等。如果在此基础上削减一个单位的资本支出,由此降低的成本将小于减少的收益,造成投资不足,具体表现为放弃净现值大于零的项目;如果在此基础上新增一个单位的资本支出,其创造的边际收益将小于消耗的边际成本,造成过度投资,具体表现为投资于净现值小于零的项目。投资不足与投资过度是非效率投资的两种具体表现形式。

### 2.1.2 非效率投资支出的测度

上市公司在实际操作中通常都难以达到最佳的投资水平，基本都存在一定程度的非效率投资，即投资不足或投资过度。目前，学术界使用频率较高且能直接度量出公司非效率投资支出的模型主要是以下两种：

(1) Richardson (2006) <sup>[10]</sup> 的模型

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{t-1} + \alpha_2 CASH_{t-1} + \alpha_3 LISTY_{t-1} + \alpha_4 SIZE_{t-1} + \alpha_5 LEV_{t-1} + \alpha_6 RET_{t-1} + \alpha_7 INV_{t-1} + \sum IND + \sum YEAR + \zeta$$

其中  $Q_{t-1}$ 、 $CASH_{t-1}$ 、 $LISTY_{t-1}$ 、 $SIZE_{t-1}$ 、 $LEV_{t-1}$ 、 $RET_{t-1}$  分别表示公司的成长机会、现金持有量、上市年份数、公司规模、财务杠杆和个股回报率，该模型的拟合值为公司的预期合理投资支出，故其残差即为公司的非效率投资支出。

(2) Chen 等 (2011) <sup>[11]</sup> 的模型

Chen、Hope、Li 和 Wang (2011) <sup>[11]</sup> 的模型是在 Biddle、Hilary 和 Verdi (2009) <sup>[12]</sup> 的基础上提出来的，Biddle 等的模型如下：

$$INV_t = \gamma_0 + \gamma_1 RevGrowth_{t-1} + \delta$$

其中  $RevGrowth_{t-1}$  表示公司在  $t-1$  年度的营业收入增长率。他们认为公司的预期合理投资支出是成长机会的线性函数，而公司的成长机会可由营业收入增长率表示，因此，非效率投资支出即为该模型的残差，即预期合理投资支出与实际投资支出之间的差额。Chen 等在此基础上提出公司的预期合理投资规模并不是营业收入增长率的线性函数，因为 McNichols 和 Stubben (2008) <sup>[13]</sup> 发现“投资与业务收入增长之间的这种关系在业务收入增加和下降时呈现不对称性”，基于该想法，他们提出的模型如下：

$$INV_t = b_0 + b_1 NEG_{t-1} + b_2 RevGrowth_{t-1} + b_3 NEG_{t-1} * RevGrowth_{t-1} + \sum IND + \sum YEAR + \mu$$

其中  $NEG_{t-1}$  为虚拟变量，在  $t-1$  年度营业收入增长率为负时取值 1，其余情况下为 0。同样地，该模型的残差即为非效率投资支出。后文将使用该模型进行稳健性检验。



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.